

NEWSLETTER

ZHONG LUN
中倫律師事務所

中 倫 e 簡 報
深度观察

鉴往知来——A股上市公司
换股吸收合并上市公司的关注要点

001/

上市公司股东及董监高如何减持
——证券市场违规减持重点行为分析

014/

从争议解决角度看对赌协议中的回购权性质
及行权期限——写在“法答网精选答问
(第九批)”答复意见之后

029/

需有源头活水来——最高法新规速递
及对“背靠背”条款的再思考

041/

新《公司法》对红筹架构搭建的影响

047/



鉴往知来——A股上市公司 换股吸收合并上市公司的关注要点

作者：孟文翔 舒伟佳



9月2日晚，中国船舶工业股份有限公司（以下简称“中国船舶”）与中国船舶重工股份有限公司（以下简称“中国重工”）发布了《关于筹划重大资产重组停牌公告》，披露了正在筹划由中国船舶通过向中国重工全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工；短短3天后，国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）与海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）也发布了《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，披露了正在筹划由国泰君安通过向公司全体A股换股股东发行A股股票、向公司全体H股换股股东发行H股股票的方式换股吸收合并海通证券并发行A股股票募集配套资金。

近年来，A股上市公司通过发行股份购买资产、协议转让及定增等方式收购其他A股上市公司控制权的案例层出不穷，但基于长期以来A股上市公司客观存在的“壳”价值，A股上市公司换股吸收合并其他A股上市公司（以下简称“A吸收合并A”）的市场案例还是较为鲜见。国务院于4月4日发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“新‘国九条’”）明确提出“完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度”和“进一步削减‘壳’资源价值”的意见。适逢中国船舶拟换股吸收合并中国重工与国泰君安拟换股吸收合并海通证券两起上市公司换股吸收合并事项接连公告，笔者拟借本文回顾过往十年来的A吸收合并A案例情况，通过分析A吸收合并A的相关法律法规规定及市场案例情况，探讨A吸收合并A的相关案例中，存续方和被吸收合并方要做什么，监管机构主要关注什么，为本文读者提供参考。

第一部分\

A吸收合并A的市场情况

如导语所述，由于长期以来上市公司客观存在的“壳”价值，近十年来A股市场公开披露且

最终成功完成的A吸收合并A案例较为少见——基本情况如下：

序号	案例名称	吸收合并方式	存续方 实际控制人	被吸收合并方 实际控制人
1	百视通（600637.SH，简称现已变更为“东方明珠”）吸收合并东方明珠（600832.SH）	百视通以新增股份换股吸收合并东方明珠	上海市国资委	上海市国资委
2	中国南车（601766.SH）吸收合并中国北车（601299.SH）	中国南车向中国北车全体A股换股股东发行中国南车A股股票、向中国北车全体H股换股股东发行中国南车H股股票	国务院国资委	国务院国资委
3	长城电脑（000066.SZ）吸收合并长城信息（000748.SZ）	长城电脑以新增股份换股吸收合并长城信息	国务院国资委	国务院国资委
4	宝钢股份（600019.SH）吸收合并武钢股份（600005.SH）	宝钢股份向武钢股份全体换股股东发行A股股票，换股吸收合并武钢股份	国务院国资委	国务院国资委
5	M集团吸收合并X公司	M集团向X公司除M集团及其全资子公司外的所有换股股东发行股票，交换该等股东所持有的X公司A股股票及X公司B股股票。M集团及其全资子公司所持有的X公司A股及B股股票不参与换股，该等股票将在本次换股吸收合并后予以注销	自然人	自然人
6	L公司吸收合并Y公司	L公司向Y公司的所有换股股东发行A股股票，交换该等股东所持有的Y公司股票	Z集团公司	Z集团公司
7	王府井（600869.SH）吸收合并首商股份（600723.SH）	王府井向首商股份的所有换股股东发行A股股票，交换该等股东所持有的首商股份股票	北京市国资委	北京市国资委
8	中航电子（600372.SH，简称现已变更为“中航机载”）吸收合并中航机电（002013.SZ）	中航电子向中航机电的换股股东发行A股股票，交换该等股东所持有的中航机电股票	中国航空工业集团有限公司	中国航空工业集团有限公司

由上表可见，最近十年内披露且最终成功完成的A吸收合并A市场案例有一个共性，即存续方与被吸收合并方的实际控制人为同一主体¹。此外，上述案例涉及的存续方及被吸收合并方的实际控制人中，Z集团公司及中国航空工业集团有限公司均系国务院国资委履行出资责任的全资公司。根据最近十年内披露且最终成功完成的A吸收合并A的市场案例，多数为国务院国资委最终控制的上市公司之间的吸收合并，还有1起上海市国资委最终控制的上市公司之间的吸收合并，1起北京市国资委实际控制的上市公司之间的吸收合并。民营上市公司之间吸收合并成功案例较少。

造成上述情况的可能原因有很多，如提升产业协同性、立足并强化主业等，与近年来陆续出台的国有企业主业管理办法关于“做优做强主业”的精神也相匹配，但也客观上加速了相关A吸收合并A案例的国资审核流程。以上述案例为例，按首次公告披露拟筹划重大事项停牌之日起至被吸收合并方终止上市之日止计算整个A吸收合并A的流程耗时，则最近十年A股市场A吸收合并A成功案例的平均耗时长约为307天，其中耗时最短的案例为中国南车吸收合并中国北车（耗时205天），耗时最长的案例为长城电脑吸收合并长城信息（耗时580天）。

案例名称	首次披露拟筹划重大事项停牌之日	被吸收合并方终止上市之日	耗时
中国南车吸收合并中国北车	2014年10月27日	2015年5月20日	205天
L公司吸收合并Y公司	-	-	223天
宝钢股份吸收合并武钢股份	2016年6月27日	2017年2月14日	232天
王府井吸收合并首商股份	2021年1月18日	2021年10月22日	277天
M集团吸收合并X公司	-	-	284天
中航电子吸收合并中航机电	2022年5月27日	2023年3月15日	292天
百视通吸收合并东方明珠	2014年5月19日	2015年5月20日	366天
长城电脑吸收合并长城信息	2015年6月18日	2017年1月18日	580天

1.此处涉及的实际控制人均以相关上市公司已披露文件的自主认定情况为准。

第二部分\

A吸收合并A相关的法律法规主要规定

《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）第二百一十八条即对公司的吸收合并进行了基本规定，吸收合并是公司合并可以采取的方式，“一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散”。根据《公司法》的相关要求，公司合并的基本程序包括但不限于签订合并协议、编制资产负债表及财产清单、通知债权人并进行公告等。公司合并时，合并各方的债权、债务由合并后存续或新设的公司承继。此外，为了保护异议股东的权益，《公司法》明确对股东会公司合并决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权。

在《公司法》相关规定的基础上，基于A吸收合并A的特殊性，《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“《重组管理办法》”）对上市公司吸收合并作出了额外的规定，“换股吸收合并涉及上市公司的”，上市公司的股份定价及发行应按照《重组管理办法》有关规定执行，上市公司也可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证、存托凭证等用于与其他公司合并。

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》

（以下简称“《重大资产重组格式准则》”）对换股吸收合并作出了额外的披露要求，除重大资产重组常规应当披露的事项之外，还需要明确披露换股各方名称、换股价格及确定方法、换股吸收合并的董事会决议明确的换股价格调整方案、对异议股东权利保护的相关安排、对债权债务处置及债权人权利保护的相关安排、资产过户或交付的安排、员工安置情况等。

此外，就公司合并涉及的被吸收合并方员工劳动关系相关事宜，《中华人民共和国劳动合同法》（以下简称“《劳动合同法》”）作出了明确规定，公司合并不影响原劳动合同的效力，劳动合同由承继原公司权利和义务的公司继续履行。

第三部分\

A吸收合并A的程序性事项——上市公司要做什么？

如前章所述，就A吸收合并A而言，除《公司法》《劳动合同法》等对于公司吸收合并的基本规定以外，还需要遵守《重组管理办法》等针对上市公司换股吸收合并作出的特别规定。为便于更直观了解A吸收合并A需要履行的

程序性事项，笔者此处以A股市场最新完成的中航电子吸收合并中航机电案例（2023年3月15日被吸收合并方中航机电终止上市）以及民营企业A吸收合并A案例——M集团吸收合并X公司为例。

（一）中航电子吸收合并中航机电

2022年5月27日，中航电子与中航机电发布《关于筹划重大资产重组停牌公告》，披露双方正在筹划由中航电子通过向公司全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中航机电并发行A股股票募集配套资金。

停牌后，中航电子及中航机电涉及的主要程序性事项如下：

日期	中航电子（600372.SH）	中航机电（002013.SZ）
2022.06.10	董事会、监事会审议换股吸收合并方案 ² ，公告披露交易预案	董事会、监事会审议换股吸收合并方案，公告披露交易预案
2022.09.09	国家国防科技工业局原则同意中航电子吸收合并中航机电 ³	
2022.09.28	国务院国资委原则同意中航电子吸收合并中航机电及配套融资的总体方案 ⁴	
	董事会、监事会审议吸收合并交易事项，公告吸收合并交易报告书（草案）	董事会、监事会审议吸收合并交易事项，公告吸收合并交易报告书（草案）
2022.10.26	股东大会审议吸收合并交易事项；通知债权人并进行公告	股东大会审议吸收合并交易事项；通知债权人并进行公告
2022.11.12	中国证监会受理《上市公司合并、分立核准》行政许可申请材料	
2022.11.29	收到中国证监会出具的反馈意见	
2022.12.10	公告关于中国证监会反馈意见的回复	
2022.12.21	中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过	

2.换股吸收合并方案审议的内容包括但不限于换股吸收合并双方、换股发行股份的种类及面值、换股对象及合并实施股权登记日、换股价格及换股比例、换股发行股份的数量、换股发行股份的上市地点、权利受限的换股股东所持股份的处理、存续方及被吸收合并方异议股东的利益保护机制、交易涉及的债权债务处置、过渡期安排、资产过户或交付的安排、员工安置、滚存未分配利润安排等。
3.《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查工作管理暂行办法》要求涉军企事业单位及其控股涉军公司发生合并等重组行为的，或涉军上市公司发行股份收购资产的，均须履行军工事项审查程序。
4.《上市公司国有股权监督管理办法》要求国有控股上市公司之间吸收合并的，应当在上市公司董事会审议吸收合并方案前，将该方案报国有资产监督管理机构审核批准。

日期	中航电子（600372.SH）	中航机电（002013.SZ）
2022.12.31	取得中国证监会核发的关于核准吸收合并交易的批复	
2023.01.31	刊登异议股东收购请求权申报公告	刊登现金选择权派发及实施的提示性公告
2023.02.07	异议股东收购请求权实施股权登记日	公告派发异议股东现金选择权
2023.03.17	实施换股	股票终止上市并摘牌

中航电子吸收合并中航机电过程中履行的主要程序在国有控股上市公司之间换股吸收合并的案例中较具代表性，在董事会审议吸收合并交易事项前，交易事项需要履行国资审批程序并取得相应的同意批复，此外涉军企业还应当履行军工事项审查程序。

（二）M集团吸收合并X公司

与中航电子吸收合并中航机电案例不同，由于不涉及国资控股及涉军情况，民营企业M集团吸收合并X公司无需履行国资审批程序及军工事项审查程序，但由于X公司B股异议股东的现金选择权涉及外资股东，M集团在取得中国证监会核准吸收合并的批复后，还履行了相应程序取得对应外汇管理局关于M集团在作为X公司B股异议股东现金选择权提供方时进行购付汇业务的同意批复。

第四部分\

A吸收合并A的主要关注事项——监管机构主要关注什么？

作为上市公司重大资产重组的特殊形式之一，上市公司换股吸收合并上市公司也属《重组管理办法》管辖范畴，对于A吸收合并A的案例，证券交易所通过问询、现场检查、现场督导、要求独立财务顾问和其他证券服务机构补充核查并披露专业意见等方式进行自律管理，中国证监会则依法对上市公司重大资产重组行为进行监督管理。

经笔者查阅最近十年A吸收合并A完成案例，监管机构对于A吸收合并A的重点关注事项与换股吸收合并方案应当审议的事项及《重组管理办法》《重大资产重组格式准则》对换股吸收合并的额外披露要求有着较高的一致性，

换股价格、异议股东的权利保护、债权人保护相关事项、员工安置及资产权属变更等事项为监管机构常见之关注重点。

(一) 换股价格

根据《重组管理办法》的相关规定，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价⁵的

80%⁶，且审议发行股份购买资产的董事会决议应当说明市场参考价的选择依据。A吸收合并A同时涉及两家上市公司的换股价格，在独立财务顾问出具的估值报告的基础上，存在部分案例基于《重组管理办法》规定的市场参考价，对换股价格设置了一定的溢价：

序号	案例名称	存续方换股价格	被吸收合并方换股价格
1	M集团吸收合并X公司	定价基准日前20个交易日的交易均价	A股换股价格在定价基准日前20个交易日交易均价的基础上，给予10%的溢价率； B股换股价格在定价基准日前20个交易日交易均价的基础上，给予30%的溢价率
2	L公司吸收合并Y公司	定价基准日前20个交易日的交易均价	在定价基准日前20个交易日交易均价的基础上，给予20%的溢价率
3	王府井吸收合并首商股份	定价基准日前20个交易日的交易均价	在定价基准日前20个交易日交易均价的基础上，给予20%的溢价率

5.根据《上市公司重大资产重组管理办法》第四十五条的规定，市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前二十个交易日、六十个交易日或者一百二十个交易日的公司股票交易均价之一。
6.此处关于“市场参考价的80%”的限制系2023年2月17日《上市公司重大资产重组管理办法》修订内容，该次修订前《上市公司重大资产重组管理办法》对上市公司发行股份的价格要求是不低于市场参考价的90%。

就前述对换股价格设置溢价的案例，监管机构在审核过程中均提出了问询意见，主要关注事项及相关公司回复情况如下：

序号	案例名称	问询意见	回复思路
1	M集团吸收合并X公司	设定X公司A股换股价格10%溢价率、B股换股价格30%溢价率的理由和目的；对M集团和X公司两家上市公司中小股东权益的影响	1.系参照可比公司估值水平、可比交易换股溢价水平，并综合考虑本次交易情况及各方股东利益而设定； 2.换股吸收合并完成后，X公司股东享有的每股收益及每股净资产都得到提高；换股吸收合并有利于业务发展，利于全体股东利益
2	L公司吸收合并Y公司	L公司、Y公司换股吸收合并换股价格定价选取不同溢价率的原因及合理性	合并双方选取不同换股溢价率是出于平衡双方股东利益的考虑，且属于可比案例的常见操作，换股溢价率的设定充分参照了可比公司估值水平和换股溢价率水平
3	王府井吸收合并首商股份	仅对首商股份换股价格给予20%的溢价率的原因及合理性	1.参考同类交易惯例、可比公司的估值水平、可比交易的换股溢价率水平而设定，并兼顾了合并双方股东利益； 2.双方股东大会审议吸收合并相关议案时，表决同意率均较高

鉴此，如拟实施A吸收合并A的上市公司拟在《重组管理办法》规定的市场参考价的基础上设置换股溢价的，建议首先参考可比公司估值水平、换股溢价率水平，并综合交易的具体情况及各方股东的利益来确定具体的换股溢价率。

（二）异议股东的权利保护

基于公司合并的特殊性，《公司法》已明确对公司股东会公司合并决议投反对票的股

东可以请求公司按照合理的价格收购其股权。上市公司作为公众公司，具有中小股东较多、股东流动性较高的特点，因此对于A吸收合并A而言，异议股东的权利保护始终是监管机构关注的重点。存续方及被吸收合并方的异议股东，在符合规定及条件的前提下，将被赋予异议股东收购请求权/现金选择权。

根据现有市场案例，成为异议股东并行使异议股东收购请求权/现金选择权的前提条件大

体上较为一致，需要该等股东在持股上市公司股东（大）会上就吸收合并的相关议案均投出反对票，并且应当持有前述反对票表决权对应股票直至异议股东收购请求权/现金选择权的登记日，此外应在规定时间内按照存续方/被吸收合并方公告的异议股东收购请求权/现金选择权申报程序进行申报。

存续方的异议股东收购请求权原则上应当由异议股东向存续上市公司行使，而被吸收合并方的异议股东的现金请求权则需要一个明确的提供方来保障这部分异议股东的权利。现有市场案例中，被吸收合并方异议股东现金请求权通常由存续方及其控股股东提供（但应注意避免因提供现金选择权导致触发要约收购义务

的风险）；作为提供方的主体应当具有足够的现金对价支付能力，同时应确保现金对价支付不会对存续上市公司后续正常生产经营造成重大不利影响。此外，如被吸收合并方异议股东现金请求权的提供方并非存续方/存续方的控股股东或关联方，则其作为现金选择权提供方的合理性也会被监管机构关注。

而针对异议股东收购请求权/现金选择权的定价，多数现有市场案例采用了与换股价格一致的方式，但也存在一些案例单独设定了异议股东收购请求权/现金选择权的定价，如较换股价格/市场参考价进行一定程度的折价等，部分案例情况如下：

序号	案例名称	异议股东收购请求权定价	异议股东现金选择权定价
1	M集团吸收合并X公司	在定价基准日前1个交易日收盘价的90%	在定价基准日前1个交易日收盘价的90%
2	L公司吸收合并Y公司	同换股价格	Y公司换股价格为2.54元/股，异议股东现金选择权为2.11元/股

由于涉及中小股东权利保护，监管机构也在审核过程中就上述案例的异议股东收购请求权/现金选择权定价情况提出了问询意见，主要

关注事项及相关公司回复情况如下：

序号	案例名称	问询意见	回复思路
1	M集团吸收合并X公司	异议股东请求权价格折价10%的理由和目的	主要参照和依据可比交易，定价符合市场惯例，鼓励被吸收合并方股东继续分享存续方未来发展带来的长期利益
2	L公司吸收合并Y公司	Y公司换股价格高于异议股东行使现金选择权价格的原因、合理性及定价依据	1.有利于促进Y公司股东分享存续公司发展带来的长期利益； 2.现金选择权价格不低于市场参考价，给异议股东以充分保障； 3.充分参考了市场可比案例的操作方式

（三）债权人保护相关事项

债权人保护机制也是《公司法》对公司合并程序的要求之一。鉴于公司合并系股东会决议事项，因此A吸收合并A的存续方及被吸收合并方均须在吸收合并相关议案经股东（大）会审议通过后，履行债权人通知的公告程序。

由于上市公司本身体量较为庞大，通常涉及较多、较复杂且金额较大的债权债务关系，因此监管机构在审核A吸收合并A的过程中会重点关注债权人保护相关事项。可参考的部分市场案例的反馈问询及回复情况如下：



序号	案例名称	问询意见	回复思路
1	M集团吸收合并X公司	1.截至目前M集团及X公司所负债务总额、取得债权人同意函的最新进展； 2.是否存在债权人明确表示不同意本次重组；如有，其对应的债务是否在合理期限内偿还完毕或为其另行提供担保； 3.变更合同主体是否需取得合同相对方同意以及是否存在法律障碍	1.区分金融债权人、非金融债权人，明确已取得全部金融债权人同意，未收到债权人明示不同意的通知； 2.对于已经取得金融债权人书面回复的，论述其已书面同意变更合同主体；对于未取得书面确认的，论述根据《公司法》《合同法》（当时有效）等法律法规，合同主体变更不存在实质法律障碍
2	长城电脑吸收合并长城信息	1.长城电脑、长城信息发出债权人通知并披露通知债权人公告的进展情况；两家上市公司已取得债权人书面同意的债务比例； 2.在未取得书面同意的债务中，是否存在明确表示不同意本次重组的债权人；如有，其对应的债务是否在合理期限内偿还完毕； 3.银行等特殊债权人出具的答复意见，是否内容明确并具有充足效力	1.披露最新的债务情况及取得债权人同意的情况； 2.明确债权人通知的公告刊登之日起45日内未收到债权人不同意吸收合并事项的通知； 3.披露银行等特殊债权人出具答复意见情况，明确该等确认函的内容明确、合法有效，对债权人具有法律约束力
3	L公司吸收合并Y公司	1.截至目前L公司及Y公司所负债务总额、取得债权人同意函的最新进展； 2.是否存在债权人明确表示不同意本次重组；如有，其对应的债务是否在合理期限内偿还完毕或为其另行提供担保； 3.Y公司股票提前兑付进展，Y公司是否具备完备偿付能力、提前兑付事项对Y公司经营资金、资产负债率的影响	1.披露最新的债务情况及取得债权人同意的情况； 2.明确债权人通知的公告刊登之日起45日内未收到债权人不同意吸收合并事项的通知； 3.就需要提前兑付的债务，通过现金流量净额、资产负债率等财务指标论述具备完备偿付能力

（四）其他事项

1. 员工安置

《劳动合同法》已对公司发生合并情况下

劳动合同的效力及权利义务的承继进行了明确规定。由于上市公司员工数量通常相对较多，因此上市公司吸收合并后员工安置的相关问题

也会被监管机构关注，如M集团吸收合并X公司案例中监管机构即关注了“X公司注销法人资格后，劳动合同变更对员工稳定性的影响；相关员工如需与M集团重新签订劳动合同，在职工薪酬、待遇、无固定期限劳动合同认定等核心权益方面有无相应保障机制”。

针对前述事项，现有市场案例通常通过论述召开了职工代表大会审议过吸收合并涉及的员工安置方案，明确了相应社会保险及住房公积金关系转移的事宜，以此论述员工安置具有保障。这也提醒了拟实施A吸收合并A的上市公司在吸收合并事项的股东（大）会、董事会、监事会审议流程外，也要重视职工代表大会审议员工安置方案的重要性。

2. 资产权属变更

由于被吸收合并方在吸收合并实施完毕后即应注销法人资格，因此被吸收合并方的资产权属变更及相关事项可能对生产经营稳定性造成的影响也系监管机构对A吸收合并A案例审核的关注重点之一。

就这一事项，现有案例通常通过区分资产类型，如区分长期股权投资、房产土地等不动

产及知识产权等无形资产的方式，分别说明股权转让、所有权变更登记及知识产权转让登记等不存在实质性法律障碍来进行论述。

第五部分\

结语

自2023年2月全面注册制相关规则发布以来，中国证监会及证券交易所已多次以各种形式强调并购重组市场的重要性和支持活跃并购重组市场的态度⁷；国务院于2024年4月发布的新“国九条”亦再次重申鼓励上市公司运用并购重组提高发展质量，加大对产业链上市公司的整合力度。

在政策及监管机构积极鼓励并购重组及产业整合的大背景下，中国船舶拟吸收合并中国重工及国泰君安拟吸收合并海通证券的出现，让人不禁对并购重组政策东风下上市公司吸收合并潮出现的可能性充满期待，我们也将持续关注相关案例的后续发展情况。 ☞

7. 2023年8月，中国证监会提出并购重组市场化改革具体实施意见；2023年10月，中国证监会进一步修订了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》，延长发股类重组项目财务数据有效期；2023年11月14日，中国证监会发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》，明确上市公司可单独以定向可转债作为支付工具；2023年12月，上海证券交易所召开沪市上市公司并购重组座谈会；2024年2月，中国证监会上市司召开支持上市公司并购重组座谈会；2024年3月15日，中国证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，支持上市公司之间吸收合并。



孟文翔
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3357
mengwenxiang@zhonglun.com

上市公司股东及董监高如何减持 ——证券市场违规减持重点行为分析

作者：刘新辉 薛梨



为进一步规范大股东特别是控股股东、实际控制人的减持行为，督促其专注公司发展和经营、关注投资者回报水平，减少减持套利空间，证监会持续发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》（以下简称“新《减持办法》”）及相关配套规则，修订《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》（以下简称“新《董监高减持规则》”），包括创投反向挂钩规定等，共同构成了减持规则的“1+2”的制度架构。

在交易所层面，减持指引和询价转让指引也同步做了修改，与证监会规定做了衔接，整合了之前问答内容，进一步细化了相关要求。

减持新规按照实质重于形式原则，进行穿透式监管，全面封堵可能存在的规则漏洞，严格防范各类“绕道减持”行为，进一步体现对违规减持的强监管趋势。

本文以上市公司股东身份作为出发点，从大股东、特定股东、5%以下股东、董监高等角度，梳理减持注意事项，通过多个案例分析违规减持的重点行为，从而尽量避免违规减持的相关风险。

第一部分\

上市公司股东减持——要做哪些准备？

在减持退出前，上市公司股东应首先对自身进行简单的尽调，以判断：1、何时可以开始减持，2、通过何种方式减持，3、减持比例/数量限制，4、何时能够减持完毕等问题。

与上述问题相关，需要事先判断的因素包括：

- 锁定期：持有的股份是否仍处于上市后锁定期？——锁定期不得减持
- 持股比例：是否为持股5%以上的股东？——如持股5%以上，需遵守减持及权益变动规则中“大股东”减持数量、比例限制及信息披露义务，另需额外注意敏感期交易、短线交易、内幕交易、操纵市场等问题
- 股东身份：
 - 创投基金？——创投股东具有特殊的锁定期、减持的优惠政策

- 外资股东？——减持后上市公司需配合办理外汇变更登记、股东申请资金换汇出境等手续

- 国有股东？——国有股东如不通过交易所系统转让股份，如协议转让，涉及公开征集受让方程序

- 交易方式：计划的减持方式是集中竞价/大宗交易/协议转让，还是三者搭配，同时或交叉进行？——不同交易方式存在不同的减持数量/比例限制等问题，新规修订后，集中竞价和大宗交易减持，均涉及预披露问题

- 股份来源：所减持的股份是否为受限制的股份？——投资人持有不同股份来源，通过集中竞价、大宗交易减持时，如在减持比例限制范围内，视为优先减持受限股份；在减持比例范围之外，视为优先减持非受限股份；通过协议转让减持的，视为优先减持非受限股份

- 其他：

- 一致行动关系？——持股及减持比例需合并计算

- 主动承诺？——需严格履行作出的有关股份锁定、减持的承诺

- 提名董监高？——因提名董监高可能导致的投资人内幕交易风险、董监高个人也有减持限制

- 上市公司重大事项？——上市公司在减

持期间如存在或有潜在的重大事项，需注意窗口期禁止/谨慎减持，防范内幕交易。

第二部分\

上市公司股东及董监高，如何减持？

区分不同的股东类型（若股东身份出现重合的，遵循孰长原则执行），适用不同的减持规则：

（一）大股东减持

持有上市公司5%以上股份的股东、控股股东、实际控制人（以下统称“**大股东**”）减持股份。

在股东持有股份计算上，股东及其一致行动人应当将其普通证券账户、信用证券账户所持公司股份，与其通过转融通出借但尚未归还，或者通过约定购回式证券交易卖出，但尚未购回的公司股份合并计算。

合计持有百分之五以上股份的，应当遵守大股东减持的相关规定。

注：上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其一致行动人应当遵守关于控股股东、实际控制人的规定，但合计持股比例低于百分之五的除外。

1. 减持比例限制

(1) 集中竞价减持，任意连续90自然日，不超过公司股份总数的1%。

(2) 大宗交易减持，任意连续90自然日，不超过公司股份总数的2%。

(3) 协议方式转让股份的：

①单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的5%，价格比照大宗交易，受让方在受让后6个月内，不得减持其所受让的股份；

②通过协议转让减持后不再具有大股东身份的，减持后6个月内持续遵守集中竞价及大宗交易减持的披露及额度要求。协议转让导致不再具有控股股东、实际控制人身份的，该转让方股东除了遵守大股东的减持限制要求外，还应当在减持后6个月内遵守关于上市公司存在分红不达标和破净情形下不得减持的规定。

特别地，2017年5月出台的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（以下简称“**原《减持规定》**”）对于持股5%以上的股东通过集中竞价交易买入的股份不设置减持限制，而新《减持办法》对于大股东通过集中竞价交易买入的股份设置了减持限制。

通过集中竞价交易买入的股份减持行为，除了需遵守新《减持办法》关于减持的原则性规定外，主要还受限于（1）关于大股东和控股股东、实际控制人不得减持的限制；（2）关于

不得融券卖出股份、不得开展以本公司股票为合约标的物的衍生品交易的限制。

2. 减持披露要求

（1）集中竞价或大宗交易减持预披露

大股东计划通过**集中竞价**交易方式或者**大宗交易**方式减持股份的，应当在首次卖出股份的**15个交易日**前向交易所报告减持计划并予以公告。每次披露的减持时间区间**不得超过3个月**（原为6个月，新规缩短为3个月）。

（2）减持过程披露

- 持股比例每减少1%，应当在事实发生之日的次日通知上市公司，并公告（注：无需暂停减持）。

- 每减少5%的披露要求：

①通过大宗交易或集中竞价方式减持的，减持的比例每达到5%，需要停止交易并履行信披义务，在该事实发生之日起至公告后3个交易日内，禁止买卖。

②通过协议转让方式减持的，减持的比例每达到或超过5%，需履行信披义务，在公告前不得买卖。

- 大股东减持比例虽未达到5%，但减持后持股比例降至5%时点，需要停止减持并履行信披义务。

- 因上市公司增发股份等原因导致持股比例被动降至5%以下，后又主动减持股份的，需

要履行信披义务。

- 根据2024年5月新《减持办法》，大股东在减持数量过半或减持时间过半时，无需再次披露减持进展。

(3) 司法强制执行等情形的披露要求

大股东应当在收到人民法院将通过集中竞价交易方式或者大宗交易方式处置其所持股份相关通知后**2个交易日**内披露相关公告，披露内容包括但不限于拟处置股份数量、来源、方式、时间区间等。

原《减持规定》并没有规定法院执行导致被动减持的情形是否应当预披露，但是原先实践中存在相关大股东被法院通过集中竞价交易方式强制执行因而未能及时预披露导致违规被监管的情形。新《减持办法》明确了前述情况下无需提前15个交易日进行预披露，而是在收到相关执行通知后2个交易日内披露。同时，由于新《减持办法》下，大宗交易方式减持的也需要进行预披露，因此法院通过大宗交易方式执行导致大股东被动减持的情形，也被一并豁免了预披露的要求。

但应当注意的是，《证券法》和《上市公司信息披露管理办法》均规定，持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人持有股份发生较大变化的，上市公司应当及时履行信息披露义务。因此，即便新《减持办法》豁免了

强制执行导致的被动减持的预披露要求，如大股东所持公司股份发生诉讼或者仲裁，也应当及时向上市公司说明并进行披露。

(4) 股份分配应及时披露

大股东因离婚、法人或者非法人组织终止、公司分立等拟分配股份的，要求股份过出方、过入方应当在股份过户前按规定**及时披露**相关事项，并在股份过户后持续共同遵守大股东减持的相关规定。

3. 大股东身份限制

(1) 因协议转让丧失身份仍须遵守6个月限制

大股东通过协议转让方式减持股份导致其不再具有大股东身份的，应当在减持后6个月内持续遵守集中竞价及大宗交易减持的披露及额度要求。

控股股东、实际控制人通过协议转让方式减持股份导致其不再具有控股股东、实际控制人身份的，还应当在减持后6个月内持续遵守现金分红不达标及破净情形限制要求。

(2) 因减持或被动稀释丧失大股东身份需遵守90天限制

大股东因减持股份或者被动稀释导致其不再具有大股东身份的，自不再具有大股东身份之日起90个自然日内，通过集中竞价交易方式、大宗交易方式减持股份的，应当持续遵守

关于大股东减持的规定。

(3) 分配股份后仍须合并认定

大股东因离婚、法人或者非法人组织终止、公司分立等分配股份的，股份过出方、过入方应当**合并计算大股东身份**，在股份过户后持续共同遵守关于大股东减持的规定。

与解除一致行动关系导致的减持具有明确的“六个月”减持限制期间不同的是，针对离婚、法人或者非法人组织终止、公司分离等情形导致的减持，过出方和过入方持续共同遵守大股东或控股股东、实际控制人减持规定是没有任何时间限制的。因此，我们理解，只有在过出方和过入方所持上市公司股份合并计算低于5%之后才无需再遵守相关规定。

而根据新《减持办法》的立法说明，按照离婚、法人或者非法人组织终止、公司分立等分割股票过户的时点进行新老划断，股票过户在新《减持办法》施行前的，按照当时的规定及证券交易所的规则执行；在新《减持办法》施行后的，按照新《减持办法》执行。

4. 大股东禁止行为

大股东不得融券卖出本公司股份，不得开展以本公司股份为合约标的物的衍生品交易。

持有限售股的股东不得通过转融通出借该部分股份，不得融券卖出本公司股份；股东在获得限售股前，存在尚未了结的上市公司股份

融券合约的，应当了结。

5. 大股东的一致行动人

(1) 解除一致行动关系仍须共同遵守6个月限制

大股东及其一致行动人之间解除一致行动关系的，相关方应当在6个月内持续共同遵守关于大股东减持的规定。

大股东为控股股东、实际控制人的，相关方还应当在6个月内继续共同遵守关于上市公司存在严重违法违规情形导致减持受限的规定，以及关于上市公司存在分红不达标和破净情形下不得减持的规定。

(2) 一致行动人之间转让视为减持

股东及其一致行动人之间采取大宗交易、协议转让等方式转让股份的，视为减持股份，转让方、受让方应当按照交易方式适用相关规定。

(二) 特定股东减持

即大股东以外的股东，减持其所持有的上市公司首次公开发行前发行的股份（以下简称“**特定股份**”）；特定股份在解除限售前发生非交易过户，受让方后续减持该部分股份仍适用特定股东减持。

减持比例限制同“大股东减持”。但其他因大股东身份的减持限制，无需遵守。

(三)5%以下股东减持

若为持股比例为5%以下的股东，非董监高的前提下，持有首发前股份的，受限于1%集中竞价+2%大宗交易减持比例限制。

如果该股东属于投资期限¹满5年以上的在基金业协会备案的**创业投资基金**，则不受减持限制。

创投基金减持优惠——反向挂钩机制：

在中国证券投资基金业协会备案的创业投资基金，其所投资符合条件的企业（投早、投小、投高新）²上市后，通过证券交易所集中竞价或大宗交易减持其持有的首发前股份，减持比例限制与其投资期限成反比：

投资期限	减持方式	连续计算时间段	减持比例限制
< 36个月	集中竞价	任意连续90日内	1%
	大宗交易		2%
36个月-48个月	集中竞价	任意连续60日内	1%
	大宗交易		2%
48个月-60个月	集中竞价	任意连续30日内	1%
	大宗交易		2%
> 60个月	集中竞价	/	不受限
	大宗交易		

(四) 董监高减持

即董监高减持其所持有的上市公司股份。减持股份的适用范畴包括上市公司董监高登记在其名下的所有本公司股份；若从事融资融券交易，还包括记载在其信用账户内的本公司股份。

针对董监高的减持受限，新《减持办法》

1.投资期限自创业投资基金投资该首次公开发行企业金额累计达到300万元之日或者投资金额累计达到投资该首次公开发行企业总投资额50%之日开始计算。
2.创业投资基金所投资符合条件的企业是指满足下列情形之一的企业：（一）首次接受投资时，企业成立不满60个月；（二）首次接受投资时，企业职工人数不超过500人，根据会计师事务所审计的年度合并会计报表，年销售额不超过2亿元、资产总额不超过2亿元；（三）截至发行申请材料受理日，企业依据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32号）已取得高新技术企业证书。

删除了原《减持规定》第七条，并将董监高减持的相关要求移至《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》。因此，董监高减持的新规与大股东减持在一定程度上有相似性。

1. 减持比例限制

(1) 在就任时确定的任职期间，每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%（中登系统会将董监高直接持股按比例锁定，如果董监高对其间接持有的股份也有“每年

减持不超过25%”的承诺，也需要遵守）。董监高所持股份不超过一千股的，可一次全部转让，不受前款转让比例的限制。

(2) 董监高在任期届满前离职的，在离职半年内不得减持股份，在剩余未满任期及任期届满后的六个月内也还应遵守每年减持不得超过25%的比例要求。

2. 缩短定期报告窗口期

对定期报告相关窗口期规定分别缩短至十五日、五日。

窗口期

上市公司董事、监事和高级管理人员在下列期间不得买卖本公司股票：

- (一) 上市公司年度报告、半年度报告公告前15日内；
- (二) 上市公司季度报告、业绩预告、业绩快报公告前5日内；
- (三) 自可能对本公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件发生之日或者在决策过程中，至依法披露之日内；
- (四) 证券交易所规定的其他期间

3. 董监高身份限制

上市公司董事、监事和高级管理人员因离婚导致其所持本公司股份减少的，股份的过出方和过入方应当持续共同遵守有关董监高减持限制的规定。

按照离婚分割股票过户的时点进行新老划断，股票过户在新《董监高减持规则》施行前的按照当时的规定及证券交易所的规则执行，

在新《董监高减持规则》施行后的按照新《董监高减持规则》执行。

4. 董监高减持相关披露要求

(1) 集中竞价或大宗交易减持预披露

上市公司董监高计划通过集中竞价交易方式或者大宗交易方式减持股份的，应当在首次卖出股份的15个交易日前向交易所报告减持计划并予以公告。每次披露的减持时间区间不得

超过3个月。

(2) 司法强制执行等情形的披露要求

上市公司董监高应当在收到人民法院将通过集中竞价交易方式或者大宗交易方式处置其所持股份相关通知后2个交易日内披露相关公告，披露内容包括但不限于拟处置股份数量、来源、方式、时间区间等。

第三部分\

上市公司股东及董监高减持，可能触发哪些违规风险？

新《减持办法》下的违规责任条款：

- 对违规减持，采取“责令购回并向上市公司上缴价差”；
- 监管谈话、出具警示函等监管措施；
- 细化应予处罚的具体情形，加大对违规减持的打击追责力度。

1.在不得减持的情形下违规减持

(1) 大股东及其一致行动人

➤ 具有下列情形之一的，上市公司**大股东**不得减持本公司股份：

(一) 该股东因涉嫌与本上市公司有关的证券期货违法犯罪，被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查，或者被行政处罚、判

处刑罚未满6个月的；

(二) 该股东因涉及与本上市公司有关的违法违规，被证券交易所公开谴责未满3个月的；

(三) 该股东因涉及证券期货违法，被中国证监会行政处罚，尚未足额缴纳罚没款的，但法律、行政法规另有规定，或者减持资金用于缴纳罚没款的除外；

(四) 中国证监会规定的其他情形。

(2) 控股股东、实际控制人及一致行动人

投资人通常较难直接成为上市公司的控股股东、实际控制人，但若被认定为属于上市公司控股股东、实际控制人**的一致行动人**的，则需和控股股东、实际控制人合并计算持股比例，共同遵守减持的限制性规定。

➤ 具有下列情形之一的，上市公司**控股股东、实际控制人**不得减持本公司股份：

(一) 上市公司因涉嫌证券期货违法犯罪，被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查，或者被行政处罚、判处刑罚未满6个月的；

(二) 上市公司被证券交易所公开谴责未满3个月的；

(三) 上市公司可能触及**重大违法强制退市情形**，在证券交易所规定的限制转让期限内的；

(四) 中国证监会规定的其他情形。

本次新规优化违法违规不得减持的规定。考虑到控股股东、实际控制人之外的一般大股

东对上市公司违法违规通常不负有主要责任，适当调整不得减持的要求：**对控股股东、实际控制人减持，从自身和上市公司违规两个层面予以限制；对一般大股东减持仅从自身违规角度予以限制。**

➤ 上市公司存在破发、破净情形，或最近三年内未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近3年年均净利润30%（即分红不达标）

的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持公司股份。

在预先披露减持计划之前，上市公司控股股东、实际控制人拟通过集中竞价交易或大宗交易方式减持股份的需要关注是否存在减持禁止的情形，应当先对公司是否存在破发、破净或者分红不达标等情形进行判断，具体参考如下：

事项	具体要求	计算口径
破发	减持计划公告前20个交易日中的任一日股票收盘价低于首次公开发行时的股票发行价格。	股票收盘价以首次公开发行日为基准向后复权计算。
破净	减持计划公告前20个交易日中的任一日股票收盘价低于最近一个会计年度或者最近一期财务会计报告期末每股净资产。	股票收盘价以最近一个会计年度或者最近一期财务会计报告资产负债表日为基准分别向后复权计算。
分红不达标	1.最近三年内未进行现金分红；或 2.累计现金分红金额低于最近3年年均净利润30%。	以最近三个已披露经审计的年度报告的会计年度为基准，但净利润为负值的会计年度不计算在内。

关注要点：

①与受影响的控股股东、实际控制人不同
分红不达标以及破净的情形下，减持受限的控股股东、实际控制人是当下的控股股东、实际控制人及其一致行动人；破发情形下，减持受限的控股股东、实际控制人是以前首发时

的控股股东、实际控制人及其一致行动人，即使首发时的控股股东、实际控制人及其一致行动人不具有相关身份后，仍应当继续遵守破发不得减持的规定。

②在出现分红不达标以及破净、破发情形之前，就已经披露减持计划的不受影响

即在符合减持条件时已经披露减持计划的，即使没有减持完毕，上市公司在减持期间出现了分红不达标以及破净、破发情形的，仍可以继续按照减持计划进行减持。

③控股股东、实际控制人通过协议转让的方式减持股份，不受影响

上市公司存在分红不达标或破净、破发情形的，控股股东、实际控制人不得通过集中竞价交易或者大宗交易方式减持股份，但是未禁止通过协议转让的方式减持股份。

④控股股东、实际控制人减持其通过集中竞价交易买入的股份，不受影响

新《减持办法》第二条明确了大股东减持通过集中竞价交易买入的股份所适用的条款，并没有包括第十条和第十一条关于分红不达标以及破净、破发的减持受限情形。根据立法说明，主要是在征求意见过程中，有意见提出应当考虑避免影响控股股东、实际控制人通过二级市场增持的积极性。

(3) 作为董事、监事、高级管理人员

明确董监高在自身违法、上市公司违法以及严重违法强制退市、未足额缴纳罚没款等情形下不得减持。

➤ 存在下列情形之一的，上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份不得转让：

(一) 本公司股票上市交易之日起一年内；

(二) 本人离职后半年内；

(三) 上市公司因涉嫌证券期货违法犯罪，被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查，或者被行政处罚、判处刑罚未满6个月的；

(四) 本人因涉嫌与本上市公司有关的证券期货违法犯罪，被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查，或者被行政处罚、判处刑罚未满6个月的；

(五) 本人因涉及证券期货违法，被中国证监会行政处罚，尚未足额缴纳罚没款的，但法律、行政法规另有规定或者减持资金用于缴纳罚没款的除外；

(六) 本人因涉及与本上市公司有关的违法违规，被证券交易所公开谴责未满3个月的；

(七) 上市公司可能触及重大违法强制退市情形，在证券交易所规定的限制转让期限内的；

(八) 法律、行政法规、中国证监会和证券交易所规则以及公司章程规定的其他情形。

重点监管案例：

- DFSS（603377）一破发情形下减持公司控股股东DFSS投资有限公司通过大宗交易减持公司股份340万股。

2023年9月6日，上交所对DFSS投资有限公司下发予以监管警示的决定。

经查明，DFSS投资有限公司减持违反了证监会《进一步规范股份减持行为》相关要求，即8月25日，DFSS收盘价格为6.96元/股，经测算存在股价破发情形。同日，北京证监局也对DFSS投资有限公司采取责令改正的监管措施。

- XSGF (002723) 一破净情形下减持

公司控股股东HXCL发展有限公司，在XSGF近三年累计现金分红金额占最近三年年均净利润的比例仅为19.25%的情况下，减持公司股份95.3万股。

违反了不得通过二级市场减持公司股份的情形，被深交所通报批评并于2023年12月14日收到广东证监局采取责令改正措施的决定。

2. 利用“身份”绕道减持

利用“身份”绕道，通常指大股东在离婚、解散分立、解除一致行动关系等情形下，减持股份。

在2024年5月减持新规进一步强化身份认定的背景下，上市公司大股东如因离婚涉及分配股份的，股份过户后双方将依旧被视为同一大股东，继续共同遵守关于大股东减持的规定并及时履行披露义务。

监管案例：

- TCXC (603650) 一涉嫌技术性离婚

规避减持，但处罚事由为信披违规：

2023年11月2日至11月10日期间，公司持股5%以上的股东，通过集中竞价方式减持TCXC股份，累计减少达到5.01%，但未按规定及时履行报告、公告义务并停止买卖公司股份。

2024年4月被证监会采取责令改正的行政监管措施。

- WLJJ (603326) 一通过一致行动人违规减持：

2023年9月6日，WLJJ收到上交所的监管函，次日，因涉嫌超比例减持，WLJJ股东于某某等一致行动人被证监会立案调查。

9月15日，证监会通报上述案件调查进展时表示，2023年9月5日至9月6日，于某某及



其一致行动人将合计持有的WLJJ 2244万余股股票（占公司总股本7.11%）全部减持，未在减持比例到达5%时依法停止交易，后续违规成交金额1.07亿元，违法所得1653万元。

处罚：依法没收于某某及其一致行动人前述违法所得，并从严处以3295万元罚款。

3.利用“交易”绕道减持

利用“交易”绕道，通常指通过赠与、股票质押平仓、司法强制执行等方式故意被动减持。

大股东质押式减持即为最常见的变相减持方式。

就存在股票质押平仓情形的，交易所通常会问询关注是否存在违规减持行为，上市公司大股东应当切实履行信息披露义务，确保其实际被动减持股份数量及减持期间与预披露公告相符。

此外，根据2024年4月减持新规的要求，就上市公司大股东持有的股份存在被司法强制执行等情形，大股东应当在收到人民法院将通过集中竞价交易方式或者大宗交易方式处置其所持股份相关通知后2个交易日内披露相关公告。

重点监管案例：

- HXDF（300081）一股份强制平仓减持
孟某某作为上市公司HXDF控股股东，因

触发股票质押式回购协议约定的违约处置条款，所质押的986,646股公司股份于2023年3月16日被强制平仓，存在减持前未披露减持计划的情形。

上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》第三条第一款和《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》第五条、第八条第一款的规定。

2023年5月22日，北京证监局采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。

- 某H公司一股份司法划转被动减持：

郭某某作为上市公司H公司的控股股东，在公司被中国证监会立案调查期间，其所持有的公司股份因司法强制执行而被被动减持。

该被动减持行为距离减持计划预披露日不足十五个交易日，违反了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》。

2023年6月21日，北京证监局采取出具警示函的行政监管措施，并将相关情况记入证券期货市场诚信档案。

4.利用“工具”绕道减持

利用“工具”绕道，通常指通过参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，出借限售股转融通、卖出限售股股东融券等形式，规避法律

规定和公司章程规定，减少持有的公司股份。

2024年5月减持新规明确，大股东不得融券卖出本公司股份，不得开展以本公司股份为合约标的物的衍生品交易。持有限售股的股东不得通过转融通出借该部分股份，不得融券卖出本公司股份；股东在获得限售股前，存在尚未了结的上市公司股份融券合约的，应当了结。

通过定增融券套利违规减持，应设置事前合理的规制。对于大股东融券的借出的数量、借出的时间、归还的频率等进行规定，加强公司内部自律机制。

重点监管案例：

- ZHTB（002145.SZ）—利用转融通等方式变相减持：

公司实际控制人王某某利用定增、转融通、收益互换等方式违反限制性规定转让公司2023年非公开发行股票，信息披露违法。

2024年4月被证监会没收违法所得上千万元、罚款1.55亿元。

5. 未严格遵循信息披露要求

根据监管案例，监管部门对上市公司大股东是否就股份减持履行信息披露义务进行重点关注。因事前、事中、事后信息披露违规被处罚的案例，较为常见。

重点监管案例：

- Y公司—主动承诺预披露而未披露：

Y公司股东SHYY（在公司IPO时持股0.8381%）在IPO及年报中主动承诺：通过集中竞价交易减持股份的，应履行在首次卖出股份的15个交易日前向交易所报告备案减持计划、公告等相关程序，并保证合并计算在任意连续90日内减持股份的总数不超过公司届时股份总数的1%。

SHYY于2021年5月14日至6月8日期间，通过集中竞价交易减持Y公司股份合计17,249,686股，占总股本的0.6962%，减持价格143.49-176.88元/股，减持金额28.94亿元，减持后持股比例降至0.1419%。

SHYY在减持时未按照承诺内容预先披露减持计划。SHYY作为Y公司公开发行前的股东，其在Y公司IPO及相关年报做出承诺后，系因承诺而应当披露的信息披露义务人，因减持未及时依法履行信息披露义务的行为，违反《证券法》第三十六条的规定，构成了《证券法》第一百八十六条所述行为。

对于SHYY未按规定履行信息披露义务及转让股票不符合法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的行为，中国证监会责令SHYY改正，给予警告，并处以2亿元的罚款。

- ZHYT（002542）—减持至5%时未

披露：

2020年3月10日至2021年4月30日期间，ZHYT持股5%以上的股东吴某某多次减持ZHYT股份。2021年4月29日，吴某某在累计减持达到ZHYT已发行股份的5%时，未依法履行报告和公告义务，且未停止交易。

证监会对吴某某未依法履行信息披露义务的行为，给予警告，并处以1,000,000元的罚款；对吴某某在限制转让期限内转让股份的行为，给予警告，没收违法所得4,069,986.03元，并处以6,100,000元的罚款。

第四部分\

总结

境内资本市场的减持规则，较为繁多复杂、且随着监管政策变化，不断更新相关口径和计算标准。

一旦忽视或遗漏某项规则，就会触发违规减持的情形，并受到监管处罚。

为降低上市公司股东在二级市场退出阶段因违反信息披露义务、减持数量违规、减持价格违规等而被主管机关处罚或采取监管措施的法律风险，我们建议：

1. 股东及董监高加强对二级市场证券交易规则的学习及合规培训；结合股东身份、股份

来源、持股比例等，根据减持相关规定，判断自身是否属于减持数量、减持价格等受限制类的股东。

2. 股东及董监高在减持股票时，严格按照相关规定并结合自身持股比例、股东身份、减持方式以及所出具的承诺，综合判断在减持股票过程中是否需要预先披露减持计划、披露减持进展、权益变动情况以及减持结果，依法履行事前、事中、事后披露义务。

3. 在被投资企业IPO过程中，作为持有首发前股份的股东，应审慎对待需签署的各项承诺函，尤其关注其中“主动承诺”的内容，是否超出规则要求的限度、必要性以及对后续减持的影响，从而做出合理承诺。 82



刘新辉
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2074
liujason@zhonglun.com

从争议解决角度看对赌协议中的回购权性质及行权期限——写在“法答网精选答问(第九批)”答复意见之后

作者：李崇文 吴坤 刘梦馨 陆迪



近年来，国内私募股权投资市场的退出纠纷凸显。特别是随着资本市场监管趋严，投资人事实上难以通过目标公司成功上市实现退出，且在新公司法项下通过定向减资退出将面临更严苛的决议条件的情况下，越来越多的投资人主动或被动地陷入对赌纠纷之中。而在被投资企业效益不及预期几乎已成常态的现状下，存量项目不可避免地将会需要通过诉讼/仲裁的方式得到清理和解决。在这一背景下，2024年8月29日登载在《人民法院报》上的“法答网精选问答（第九批）”专题中对于投资方请求对方回购的合理期限认定以不超过6个月为宜这一观点（以下简称“法答网（第九批）答复意见”），可谓在股权投资圈激起了巨大的反响。在本文中，笔者将基于对法律法规及司法案例的理解与归纳，结合我们在大量回购纠纷案件处理过程中积累的办案心得，对于股权回购权的性质及行使期限进行分析和建议，以期有益于客户，并求教于业界。

第一部分\

股权回购条款中对股权回购权如何行权的常见约定

股权回购条款作为股权投资协议中的核心条款，其主要要素包括三个方面：其一为回购义务人，现行实践中以目标公司及/或实际控制人/创始股东为主，偶尔存在义务人指定之第三方的情形；其二为回购条件，最常见的触发情形系未能在指定期限内实现合格上市，严重违约导致严重后果、违反重要的经营或业绩承诺亦时被列为回购触发条件；其三为回购价款，以投资本金加上固定的年化收益，或是按照市

场公允价格（如按净资产/评估价值对应股权比例计算）为基本形态。

而在这三个基础因素的组合上，特别是回购条件触发后，投资人何时行使回购权、如何行使回购权，行权后回购义务人的回购义务应何时行使、如何行使的具体约定（以下简称“行权条款”），基于我们的办案经验以及对裁判文书的检索，行权条款在具体的描述上，基本包括如下几种形式（按表述简繁顺序排列，为便于理解，暂不列示对于期限和价格的约定）：

- 1.如回购条件触发，回购义务人应回购标的股份；
- 2.如回购条件触发，投资人应将标的股份

转让给回购义务人¹;

3.如回购条件触发, 投资人有权要求回购义务人回购标的股权;

4.如回购条件触发, 投资人有权要求回购义务人回购标的股权, 回购义务人有义务依通知支付股权回购款;

5.如回购条件触发, 投资人有权要求回购义务人支付股权回购款, 投资人收到股权回购款后配合签订股权转让协议并办理工商登记;

6.如回购条件触发, 投资人有权选择将标的股份转让给回购义务人, 如投资人选择发出回购通知的, 回购义务人应依通知回购标的股份并支付股权回购款。

在不考虑“明股实债”的特殊投资形态情况下, 上述行权条款整体上可以分为三类: 第一类是“明知退出模式”, 即投资人与回购义务人均明知, 在回购条件触发后, 即基本会产生投资人退出这一确定结果, 故此时的表述中并不提供一个二次决策机会, 如第1、2种表述。第二类是“二次决策模式”, 即在合同签订之初, 投资人与回购义务人在回购条件触发后赋予投资人的是一个选择权, 投资人可以选择退出、亦保有继续持有股权的可能性, 如第6种表述。第三类则是“格式赋权模式”, 即仅依据行权条款本身无法确定导向前述第一种或第二种解释模式, 仅是明确投资人在回购条件触发后有权

要求回购义务人回购股权。依据笔者的观察和理解, 第一类行权条款被认定为债权请求权几无争议, 基本确定地适用于诉讼时效的规定; 第三类行权条款中的回购选择权, 因选择行使回购权将会依据投资人单方意思表示形成股权转让关系, 故权利性质属形成权, 应适用关于除斥期间的规定进行调整。而对于第二类、也是最为普遍的行权条款, 对其性质应作何理解、以及相应地应当如何界定合理的行权期限, 实践中争议很大, 具体将在第二部分进行说明。

第二部分\

司法实践中对于股权回购行权条款的主要争议

(一) 股权回购行权条款性质及期限争议的常见场景

基于对公开的近五年涉及股权对赌纠纷案件裁判文书的检索可知, 在大多数的此类案件中, 法院在审理时并不会将股权回购权的性质列为案件的争议焦点。究其原因, 系因投资人极少会将提起诉讼/仲裁作为首次向回购义务人

1.从通常的投资实践而言, 该条款实质上构成了目标公司对投资人的一种反向权利, 故事实上较为少见。但考虑到该情形与第1种情形直接对应, 故考虑到分析的完整性, 亦在此列明。

主张权利的时点，多数投资人均会在约定的回购条件触发之后的约定期限或合理期限（此前司法实践中通常按照一年来认定）内向回购义务人提出回购主张。鉴于该等回购主张送达或视为送达回购义务人之后，相应权利即被明确为要求对方在限定期间内支付股权回购款、受让标的股权这一具体请求，当然即时确定地受到诉讼时效制度的调整。在诉讼时效的单次保护时间长达三年、可以中止、中断和延长的规则下，通常不会出现因时效经过带来的失权争议。

仅在特定的情形下，如投资人未能在约定的行权期限或一年乃至更久时间内向回购义务人提出过回购主张，或是各方对于一个或多个回购条件是否确定触发、是否先后触发、是否被豁免产生争议的情况下，回购义务人才会以“投资人未在合理期间内提出回购主张，其无权履行回购义务”为由进行抗辩。在裁判机构对“回购权人是否在合理期限内行权”这一争议焦点进行论述时，其往往会对特定行权条款项下回购权的性质进行认定，且该性质认定将对“合理期限”的时长及“合理期限内不行权”的法律后果产生一定影响。依据笔者的办案经验，目前司法实践中对于同样的行权条款，特别是对于表述为“投资人有权要求回购义务人回购股权”的行权条款如何认定存在很大争议。

（二）司法实践对回购权性质的不同认定及裁判结果差异

目前的司法实践中，裁判机构对于行权条款的性质及认定，基本分为如下两种截然相反的立场：

1. 回购权为请求权，合理期限内未行权并不当然导致回购权消灭

相对更多的法院认为²，股权回购权在性质上属于请求权，故对于股权回购权的行使应当适用诉讼时效制度的约束。多数法院对于选择适用诉讼时效制度规定的原因并不展开说理，仅北京市第四中级人民法院在（2022）京04民初928号案件、北京市第三中级人民法院在（2022）京03民终14424号案件等少数案件中，法院会就此原因进行详细描述，且其核心主张基本一致，故在此引用（2022）京03民终14424号判决中的说理部分进行介绍：“请求权，是指法律关系的一方主体请求另一方主体为或者不为一定法律行为的权利。权利人不能对权利标的进行直接支配，而只能请求义务人配合。债权是典型的请求权，债权人自己无法实现债权，只能请求债务人履行一定的给付义

2. 如（2023）最高法民申2573号、（2022）京04民初928号、（2022）京03民终14424号、（2022）湘01民终1112号、（2021）京01民初799号、（2021）川01民终6814号、（2020）浙01民终353号、（2020）粤民申2197号、（2019）粤03民终30526号、（2019）粤03民终30528号、（2019）闽05民终5058号等。

务才能实现债权，请求权受诉讼时效的约束，不适用除斥期间的规定。……【投资人】行权的目的在于通过主张股权回购权，请求【回购义务人】履行回购义务支付回购款，因此，【投资人】能否实现本案诉讼目的，有赖于【回购义务人】是否同意履行股权回购款的给付义务，故【投资人】与【回购义务人】之间的金钱给付权利义务属于债的法律关系，【投资人】的请求在权利性质上属于债权请求权，在规范性法律文件并无例外规定的情况下，其诉请应适用诉讼时效制度的规定。”

在将回购权认定为请求权的前提下，法院对“合理期限内未行权”的法律后果认定整体灵活，且对回购权人较为宽容：

一方面，如果行权条款明确约定了回购权的行使期限，则虽有少数法院认为超出该期限后投资人即无权再要求回购³，但仍有大部分法院认为，该期间经过并不当然产生权利消灭的后果⁴，而仅将其作为诉讼时效的起算时点。

另一方面，如果行权条款未约定回购权的行使期限，则部分法院会直接按照判定诉讼时效是否经过这一标准判定行权是否超过合理期限，且诉讼时效的起算时点应依据《最高人民法院关于审理民事案件适用诉讼时效制度若干问题的规定》第四条确定。此外，若裁判机构在诉讼时效之外、另行就“合理期限”问题进行

分析，则其对于合理期限的认定将整体较为灵活，通常会结合回购条件触发后的具体事实，综合认定回购权人行权是否超过了“合理期限”⁵；而若回购权人未在合理期限内行权的，则法院会结合公平及诚信原则以及其他在案事实，认定回购权人是否仍享有回购权⁶。

2. 回购权为形成权，合理期限内未行权直接导致回购权消灭

亦有相当数量的法院认为回购权属于形成权，或具有与解除权、撤销权等法定形成权相似的性质，进而应当参照除斥期间的规定，对于行权期间加以合理期间的限制⁷。同样地，大多案件在进行性质界定时并不做详细说理，简单地明确回购义务人的形成权抗辩具有合理性，或直接定性“回购权与撤销权、解除权同属形成权”，进而认定回购权不适用诉讼时效的规定。

笔者在此引用上海市第一中级人民法院在（2023）沪01民终5708号案件中的说理：“此类协议中的回购权本质上是赋予了投资方在特定条件下以单方意思表示形成股权转让关系的

3.如（2020）京民申1318号等。

4.如（2015）苏中商终字第00200号等。

5.如（2021）沪0104民初12393号、（2022）粤01民终12658号。

6.如（2022）沪0115民初40878号。

7.如（2023）沪01民终5708号、（2021）沪0112民初29807号、（2020）沪民申1297号、（2020）赣01民初727号、（2018）粤民终1788号等。

权利，当基础条件成就且权利存续时，一旦权利人及时、合法发出回购通知，则双方之间即按照事先约定的对价产生股权转让合同关系，回购义务人并无缔约选择权。因此，此种回购权系由当事人约定产生的形成权，能够单方变更法律关系，与合同解除权类似，需促使法律关系早日确定，保护相对人信赖利益，应适用除斥期间的规则。《中华人民共和国民法典》第一百九十九条规定，法律规定或者当事人约定的撤销权、解除权等权利的存续期间，除法律另有规定外，自权利人知道或应当知道权利产生之日起计算，不适用有关诉讼时效中止、中断和延长的规定。存续期间届满，撤销权、解除权等权利消灭。……《中华人民共和国民法典》第五百六十四条第二款规定，法律没有规定或者当事人没有约定解除权行使期限，自解除权人知道或者应当知道解除事由之日起一年内不行使，或者经对方催告后在合理期限内不行使的，该权利消灭。‘对赌’回购权行使的法律效果实际上是相当于解除了《投资认购协议》，使投资者取回了投资本金及利息，放弃了股东资格，其除斥期间的认定可类推适用上述法律规定的一年期间。”

在将回购权认定为形成权的前提下，法院通常将“合理期限”等同于除斥期间，除斥期间经过即发生回购权消灭的法律后果。另，由于



法律对于此类形成权除斥期间的时长没有规定，故此，法院曾在裁判案例中表示，应依据诚实信用、公平原则，综合考量目标公司经营管理的特性、股权价值变动，合同目的等因素综合确定除斥期间（也即“合理期限”）的时长。实践中，该合理期限被认定为一年的案例相对较多⁸，也有法院认定此类除斥期间应更短⁹。

8.如（2023）沪01民终5708号。
9.如（2020）沪民申1297号。

第三部分\

笔者对股权回购权性质之争的理解

（一）司法实践中对于股权回购权性质认定存在争议的原因初探

概言之，回购条件触发、投资人发出回购通知后，回购义务人依约需要按照事先约定的对价履行回购股权的合同义务，但投资人最终能否实现权利，仍取决于回购义务人事实上是否适当履行。

在此基础上，基于笔者的理解，持不同观点的裁判机构对于投资人与回购义务人之间权利义务关系的认定秉持着不同的侧重点：第一种观点强调实然层面，即投资人最终实现回购权利需要回购义务人的配合，其事实上无法仅凭借发出回购通知即实现双方法律关系的最终变化，据此倾向于给予投资人更长的保护期限，此时适用诉讼时效制度是更优的选择；第二种观点则强调应然层面，即不看合同的履行状况如何，仅关注在投资人行权的同时回购义务人即已确定地新增了回购义务，双方之间的法律关系即已发生改变，故出于避免法律关系处于长期不确定性的考虑，更倾向于缩短相应的行权期间，并进而将除斥期间作为可资参考的制度依据。在某种程度上，笔者窃以为相关论述更可能是遵循着“先果后因”的顺序，最终

如何平衡行权期间才是裁判机构在面临争议时更加关注的问题，请求权还是形成权更多只是作为说理的一环来存在，这也是近年司法实践中的观点乃至最高人民法院法官在法答网（第九批）答复意见中并未过多地涉及性质之争，而是直接指向具体情境下投资人权利行使时间是否合理的裁量结果的原因之一。

（二）行权条款表述与回购权性质认定之间的强关联性

基于前述分歧，笔者试图依据学界主流观点¹⁰，再次回到请求权和形成权的基本内涵来对不同的行权条款表述及性质认定结论进行验证。具体到合同约定之回购权的行使而言，投资人行权都需要投资人向回购义务人发出通知，行权结果均是回购义务人需要按照约定价格支付股权回购款、接受标的股权，如通知之后回购义务人未主动履行的，投资人均有权自回购义务人应履行未履行之日起，要求其履行义务并承担违约责任，并进入诉讼时效的起算。这些基本特点在请求权和形成权上并无明显差异。

10. 本段以下关于请求权的内涵及特点介绍参考于朱庆育教授《民法总论》（第2版），第515页至第516页，以及相关论述中原作者所列的参考文献。

笔者认为，前述两种权利性质的实质区别之处在于，如合同未约定明确的行权期限，回购条件触发后，在投资人尚未要求回购义务人履行回购义务的期间内，回购义务人的回购义务是已经存在但尚未届履行期限，还是尚未产生该等回购义务。如是前者，则事实上不存在投资人单方意思表示变更法律关系的事实，投资人的通知仅是普通主张债权的行为，和采购合同付款条件成就后即要求对方付款的性质相同；如是后者，则回购义务人的回购义务系因投资人的回购通知方才产生，投资人此时事实上享有的是选择之债中的选择权，其作为形成权当然应受到合理期限的限制，以避免相对人长期处于权利义务不稳定的状态。具体展开说明如下：

1. 具备请求权认定基础的行权条款及解释路径

请求权指的是“要求他人作为或不作为之权利”，其与支配权作为一组对应的概念，并以债权请求权作为最典型的形态和核心，且关于债权的规定可以准用于其他请求权（如物权请求权、人格权请求权等）。该权利的基本特点为：1. 请求性，即权利的作用表现为对特定人行为的请求，而非对特定标的物的直接支配；2. 合作性，仅凭权利人意志不足以实现权利，作出请求后，尚需义务人的相应行为与之配

合；3. 非排他性，权利针对的客体是义务履行行为，同一标的物上可以成立数项内容相同的请求权（如一物二卖）；4. 平等性，同一标的物之上的任一项请求权皆不享有对其他请求权的优先效力。

鉴此，在认定回购权系债权请求权的情形下，除了回购条件触发时确定将产生股权回购之交易结果这一前提之外，需要正确认识的是第二个特点，即投资人收回投资款、向回购义务人交付标的股权这一权利无法仅凭投资人意志实现，而是需要回购义务人的配合。依据现行法律法规，则从债权请求权的逻辑上存在两种解释路径：

其一，在当事人约定的回购条件触发时，投资人即确定享有一个要求投资义务人支付股权回购款并受让标的股权的权利，这一权利与其他合同权利一样，可能会因权利人怠于行使而逾期灭失，但此时其是否选择行权，更多应视为是事实层面的问题，而非合同特殊约定的权利。换言之，回购义务人在回购条件成就时即已负有一个确定的回购义务，只是该义务的行使时间有赖于投资人的通知，或可迟延至合同中约定的履行期届满后方需实际履行。

其二，可视为投资人约定在回购条件触发时，当事人之间应当按照事先确定的交易条件订立回购股权合同这一本约，即回购条款本身

构成一个预约合同。如条件成就时，回购义务人未依约订立本约并履行的，依据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》关于预约合同的相关规定，依据回购条款约定的完备程度，亦存在直接依据预约合同中已经确定的回购价格、回购时间来履行本约的可能性，或至少要求回购义务人赔偿因此造成的实际损失。

随着现行法律法规对于预约合同的性质及违约后果规定的细化，这两种解释路径在实质上的区别越来越小，至多在后一解释路径中，客观上仍存在投资人无法强制要求缔结本合同的风险，且在对方违约时，投资人能获得的赔偿金额是否完全能够按照回购价款主张，在合同本身未对该等情形做其他约定的情况下，事实上存在不确定性（如损失金额是否需要刨除标的股权现值）。

基于前述分析，笔者倾向于认为，对于前述第1、2、5种行权条款，因其强调的是回购条件触发时即已经确定发生的由回购义务人支付股权回购款的情形（如1、2），或是强调此时投资人有权要求回购义务人支付股权回购款，

进而直接实现其股权退出的需求（如5），此时其权利的实现强烈地依赖于投资义务人的合作，几无争议地应被认定为债权请求权，并受到诉讼时效的保护。

2. 具备形成权认定基础的行权条款及解释路径

形成权¹¹为“依照权利人单方意思表示即可生效从而改变相应法律关系的权利”，其地位相当于私法中的“权力”，核心要义在于仅需单方意思表示即可使得既存法律关系生效、变更或消灭，但权利的行使属于需要受领的意思表示，只能针对相对人作出，不得附条件或期限，亦不得撤回，以免导致形成相对人对所处法律状态的不确定。形成权的正当性存在于当事人的约定（如约定解除权），以及立法者的价值判断（如追认权、撤销权、法定解除权、抵销权等）。

如回购条件触发时，合同赋予投资人的是一个选择权，即投资人可以选择继续持有标的股权、维持既有的股权投资权利义务关系，亦可选择要求回购义务人回购标的股权，实现其投资款及约定收益的回收，则该约定属于典型的选择之债中的选择权，该权利在类型上属于使法律关系发生变更的、原权性质的、单纯形成权。此时，回购义务人无权拒绝缔结回购股权的合同，并将随着投资人单方要求回购股权

11. 本段及以下关于形成权的内涵、分类及特点介绍，均参考于朱庆育教授《民法总论》（第2版），第517页至第519页，以及相关论述中原作者所列的参考文献。

的意思表示，直接负有给付股权回购款、受让标的股权的义务。同样地，回购义务人在合同项下亦存在这样的预期，即基于投资人届时的商业判断，该等回购权并非确定地会行使，回购义务人存在在回购条件触发时亦无须现实回购标的股权的可能性（该等可能性系约定本身带来的行权上的可能性，并不等同于实际履行层面的可能性）。也因此，在这一认定下，因投资人在合同项下持有标的股权这一权利义务关系是否将变更为由回购义务人持有标的股权，将完全赖于投资人是否提出回购主张，基于对法律关系稳定性的考虑，当然需要对行权期间进行合理的限制，避免法律关系和股权状态长期处于不确定的情况。

鉴此，对于前述行权条款中的第6种表述，因其明示了是否回购取决于投资人的选择，故其性质宜被理解为形成权。而对于第3、4种表述，即实践中争议最大的、单纯约定回购条件触发后，投资人有权要求回购义务人回购标的股权并支付回购价款的，其真实含义需要结合合同的磋商和履行来综合判断，确定在合同成立时，当事人之间是否已经达成回购条件成就将必然产生回购义务这一共识。如这一事实情况无法判断的，因事实上投资人发出回购通知的行为相较于回购义务人回购股权的行为更加容易，故从公平、合理的角度，此时将该

等表述认定为形成权可能是一个更加经济的做法。而如前所述，在投资人发出通知之后，新的法律关系形成，回购义务人支付股权回购款、受让标的股权的义务将在通知所载或合同约定的履行期满后具备被请求履行的前提，投资人要求回购义务人履行义务的主张自此进入诉讼时效的保护范畴，与请求权的行使效果再无差异。

需要进一步说明的是，在此种情况下，形成权的行使期限可以由当事人约定。故合同中对于行权期限的明确约定应受到裁判机构的尊重，但基于形成权的本质，该期间不应超过除斥期间的一般性要求。笔者认为，参照法定解除权之一年除斥期间的规定，对于回购权这一选择权，以一年为限是较为合适的做法，如合同约定的明确期限长于一年的，依法应予调整到一年的范围内。同时，因除斥期间本身不可中止、中断和延长，故如合同在行权条款的约定中赋予了投资人可以延长行权期限、或可以在首次主张后进入第二个决策期的，该类约定也将因违反了除斥期间的基本制度要求，而面临被司法机构调整的客观风险。

第四部分\

对法答网（第九批）答复意见的理解及实操建议

基于前述分析，回到法答网（第九批）中法官对于“‘对赌协议’中股权回购权性质及其行权期限如何认定”这一问题的答复本身，笔者首先非常赞同答者对于这一问题判断的出发点，即需要“结合相关条款、行为的性质和目的、习惯以及诚信原则来理解”股权回购约定的实质。但就笔者的有限经验而言，事实上近年来因投资环境变化，相当数量的投资人想要获取的是在回购条件触发时确定要求回购义务人回购的权利，而非一个该种情形下的选择权；对于厌恶风险及/或存在投资期限限制的财务投资人而言，该等选择权本身很可能自始是一个伪命题——在出现风险事件时尽早退出，才是该类投资人与回购义务人之间心照不宣的真实意思表示。在此种情况下，如合同对于行权期限未作具体约定，法院即一致以稳定公司经营商业预期为由，要求对行权期间一概加以限定，并要求合理期间的认定不超过六个月，未免稍欠谨慎。与此同时，该答复所针对的行权条款本身系以前述第3种表述为例，而如前所述，并非所有种类的行权条款均可以适用投资人“有自主选择的空间”这一分析模式，故至少对于第1、

2、5类行权条款而言，答者的这一回复可能会误导裁判机构对其性质和行权期限作出不正确的认定。

虽前述回复意见对于裁判机构并无法定的约束力，但其对于司法实践会产生多大的影响尚未可知，鉴此，为了更好地保护投资人的回购权利、稳定各方对于回购权行权的预期，在本文最后一部分，笔者有如下初步建议，谨供读者参考：

1.法律不保护在权利上睡觉之人，如回购条件触发，建议投资人尽快进行商业决策。如暂无回购意愿的，需尽快与相关方沟通修改协议，通过对回购触发条件及/或行权期限的调整，实现保留可一定时间之后再决定是否选择回购的选择权。如确定拟提起回购的，建议及时发出回购通知，此时将确定地进入诉讼时效的起算。对于前述决策及行权的建议时限，如合同约定了行权期限，则建议在约定期限内完成；如合同未约定行权期限，建议在六个月内完成。

2.如合同约定了多个回购条件的，每个回购条件的合理期限通常会被认定为单独计算且彼此独立，故对于每个回购权需要单独主张。

3.发出回购通知不意味着必须发生确实的回购情形，如客观上投资项目存在协商解决的可能性，对于是否回购，可由投资人与回购义

务人基于新发生的事实，另行达成新的约定。但因要求回购的意思表示一经到达回购义务人即已生效，如此后投资人基于客观情况的变化，拟继续持有标的股权的，在回购义务人实际支付股权回购款的情况下，其可转而要求投资人强制交付标的股份。故如投资人在发出回购通知之后，仍想要继续保留决定是否回购的选择权，此时需要得到回购义务人的明确同意、并就回购触发条件进行调整之后方能实现。

4. 对于已经错过合理行权期间的存量项目，如投资人发出回购通知且回购义务人未明确拒绝，或表示因偿债等原因希望给予宽限期的，此时可解释为达成了新的确定回购的合意，不必然会出现失权的结果。

5. 对于新的投资项目，如要约定回购权，建议结合具体项目投资的目的（即是否需要保有回购选择权）设计更为完善的回购条款，特别是回购条款中的行权条款。具体的条款拟定可参照前述对于不同性质认定时关注的要点，也建议积极关注新的裁判动向以即时调整优化。

6. 尽可能冷静对待存量和新设的投资项目，清晰认识司法裁判的处理思路与项目投资退出的商业决策之间的联系与区别，在积极防范失权风险的基础上，更友善、灵活地与回购义务人商谈投资退出事宜。

第五部分\

总结

自法答网（第九批）答复意见公开以来，多个客户及从事股权投资业务的同事对于答复意见的理解及对投资人行权所产生的影响提出了诸多疑问、甚至表达了担忧。但因这一问题确并非三言两语即可道明，仍需结合实践中当事人的约定、不同法律性质认定的侧重点及法律效果等进行探讨，故出于这一初衷，笔者尽可能在较短的时间内撰写了这篇小文，试图通过对回购权的常见行权条款进行归纳，并基于对现行司法实践中裁判观点的梳理，就如何理解对赌协议中回购权的性质和行使期限提出笔者自己的看法和观点。囿于行文时间所限，对于疏漏和不足之处，还请读者见谅，也欢迎广大读者进行探讨，共同寻求更优的实践指导和裁判思路。 ☞



李崇文
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2888
lichongwen@zhonglun.com

需有源头活水来——最高法新规速递及对“背靠背”条款的再思考

作者：傅长煜 伊向明 吴奕琳



8月27日，最高人民法院正式发布并开始施行《关于大型企业与中小企业约定以第三方支付款项为付款前提条款效力问题的批复》（简称“《批复》”），就大型企业和中小企业之间的“背靠背”支付合同条款效力问题及无效后如何确定付款期限和违约责任作出了规定。

“背靠背”支付条款通常指，合同约定负有付款义务的一方（常见为“甲方”），以其获得在其他合同中第三方支付的价格，作为其向合同相对方（常见为“乙方”）支付双方合同项下价款之前提的条款，多见于建设工程、买卖、技术服务等存在总分包、连环买卖或系统集成等情形的合同中。

司法实践中，有关此类条款的效力及适用问题的争议由来已久。此次《批复》的发布和实施，对于统一法律适用和裁判规则，防范治理大企业拖欠中小企业账款行为，具有重大积极正面意义。但是，《批复》能否充分发挥预期效果，是否会引起溢出效应，亦有待实践检验，可能需要配套机制加以平衡和协调。以下笔者将分享《批复》的相关规定及理解，以及基于自身经验观察的浅见思考。

第一部分\

此前司法实践中有关“背靠背”条款问题的主要争点

“背靠背”条款约定的是价款支付问题，实质所要解决的是信用风险分配问题。合同约定甲方收到第三方（项目业主或下游采购方）付款后再向乙方付款，以及在第三方分期或按进度付款的情况下，甲方亦分期或按进度向乙方

付款，商业本质均是甲方为了转移或分散支付风险、减轻资金压力。

此前司法实践中，就此类条款的法律性质及效力问题，争议通常在于应将该等支付约定理解为附条件还是附期限。简言之，在相应工作已完成、但第三方尚未付款情形下，如果理解为附条件，且乙方无证据证明甲方严重怠于向第三方催款，法院基于意思自治原则，一般不会否定该等条款之效力，从而不支持乙方索

款诉请。而如果理解为附期限，则法院有可能进一步认定属于期限不明情形，从而支持乙方索款诉请。

最高人民法院的在先案例对此也存在不同认定。例如在建筑工程类案件中，即有支持分包方摆脱“背靠背”条款索偿合同款的案例，而在技术委托开发合同纠纷案件中，也有认可该等条款效力的案例。这也可能体现出保护农民工权益等价值取向。

近年来的司法案例中，亦存在乙方试图基于《保障中小企业款项支付条例》（简称“《保障条例》”）的相关规定突破“背靠背”条款，但相对不常见。

第二部分\

《批复》的主要规定内容及思路

《批复》此次跳出了是附条件还是附期限的争论，专门针对大型企业中小企业之间合同中的“背靠背”条款，基于《中小企业促进法》和《保障条例》，从违反效力性强制性规定角度，否定了此类条款的效力。结合最高法新闻稿来理解：

在适用范围方面，《批复》适用的案件类型范围为合同纠纷，合同主体方面，主要为大型企业与中小企业之间签订的合同。就大型企

业与中小企业的界定，工信部、国家统计局、国家发改委、财政部此前制定了《中小企业划型标准规定》。按照该规定，工业领域从业人员1000人以下或营业收入4亿元以下的，建筑业领域营业收入8亿元以下或资产总额8亿元以下的，批发业领域从业人员200人以下或营业收入4亿元以下的，软件和信息技术服务业领域从业人员300人以下或营业收入1亿元以下的等等为中小微型企业。

在条款效力方面，《保障条例》第六条规定大型企业不得要求中小企业接受不合理的付款期限、方式、条件和违约责任等交易条件，第八条规定大型企业应当合理约定付款期限并及时支付款项。最高法认为，该等规定性质上属于民法典第一百五十三条第一款规定的强制性规定，即效力性强制性规定。因此，此类条款应当认定无效。但此类条款被认定无效，不必然导致合同其他条款无效。

在约定无效后的付款期限及违约责任方面，《批复》并未“一刀切”。法院可根据案件具体情况，结合行业规范、双方交易习惯、关于资金占用利息的约定、合同价款构成等合理确定，平衡双方利益。但无论是实体还是举证责任分配方面，总体上有利于乙方。

在溯及力方面，因《保障条例》自2020年9月1日开始施行，对于2020年9月1日之后大型

企业和中小企业签订此类条款引发的案件，即适用《批复》之规定。对于时间在先的同类案件，虽然不能直接适用《批复》规定，亦可参照考虑。

鉴于《保障条例》的规范层级系国务院颁布的行政法规，因此《批复》将该条例第六条、第八条定性为效力性强制性规定，据之否定大型企业与小企业之间的“背靠背”条款之效力并作出溯及力规定，法律逻辑自洽，充分响应了改善中小企业经营环境，保障中小企业公平参与市场竞争，维护中小企业合法权益的宏观政策导向。

第三部分\

对于“背靠背”条款的再思考

《批复》显然有助于解决我国经济生活中长期拖延支付中小企业应得款项的沉痾痼疾，有利于保证合同公平，符合《中小企业促进法》的立法宗旨和国家促进中小企业发展的长期战略。但是，如《批复》所针对的地方法院之请示，一定程度上存在“当事人普遍约定”此类条款现象，虽然并非“存在即合理”，但自然有整体环境原因。《批复》施行后，可能有以下问题有待实践检验，以及需配套机制加以平衡协调。

（一）信用风险应当如何合理分配

大型企业与第三方签订合同，亦面临第三方拖延付款的风险。相对于大型企业与中小企业之间的关系，某些第三方与大型企业之间的强弱悬殊可能更甚。在项目实施过程中，大型企业除借助于中小企业外，自身亦可能投入大量人财物力，而同样无法及时获得结算付款。在此情况下与中小企业签订“背靠背”条款，与其说是“转嫁”信用风险，也可能是安排“分担”信用风险。

当存在需要分配信用风险的合理需求时，仅禁止“背靠背”条款恐难以解决根本问题。如果“大型企业的交易对手方的破产风险”不可“转嫁”，导致大型企业自身陷入破产风险，这绝非包括中小企业在内的各方所乐见。

下一步，在“背靠背”条款被限制乃至否定的背景下，一方面，大型企业应当充分考虑自身所要承受的风险，避免不合理竞争，另一方面，这也可能导致大型企业重新评估财务风险和资金压力，上调项目报价，则第三方可能需付出更高成本。

另如笔者参与处理的一事中，项目所在地的某中小企业虽为乙方，但协助甲方进行了项目商业机会的开发和获取。合同考虑双方的情况，约定了乙方协助甲方催收业主应付款项的义务。在此情况下，“背靠背”条款有其合理

性，对该等条款之效力应当综合考虑和认定。

（二）非大型企业与小企业之间的“背靠背”条款是否有效

《批复》统一了对大型企业与中小企业之间的“背靠背”条款效力问题的认识，但如果合同双方并非大型企业与中小企业关系，此类条款是否有效、应如何适用，仍无定论。如果认为此类条款一概无效，显然不符合《批复》的法律规范基础和出发点。有关“背靠背”约定系附条件还是附期限的争论可能仍旧存在，个案裁判规则仍难统一。

（三）中小企业的告知义务及对大型企业交易决策的可能影响

《保障中小企业款项支付条例》第三条第二款规定，中小企业与机关、事业单位、大型企业订立合同时，应当主动告知其属于中小企业。

如果缔约时中小企业未履行告知义务，对“背靠背”条款效力问题的认定是否产生影响？从保障《批复》实施效果角度出发，显然不应当认为如果中小企业缔约时未履行告知义务，即可认定“背靠背”条款有效。

但是，如果大型企业在缔约时明确询问交易对方是否系中小企业，乃至要求提供相关材

料证明，而交易对方提供虚假答复和材料，声称并非中小企业，履约过程中又主张自身实为中小企业，应如何处理？从诚实信用原则出发，笔者认为法院原则上不应再支持该方诉请。

由此，未来某些大型企业在选择分包商和供应商时，投标人属于中小企业是否会对其决策有影响，会否优先选择大型企业交易，有待观察。

（四）缔约后情况变化时如何处理

缔约时乙方不属于中小企业，双方约定了“背靠背”条款，但履约过程中乙方由于裁员、业绩下滑等原因，符合了中小企业之标准，可否主张适用《批复》？笔者认为从维护交易稳定性、符合当事人合理预期、防范恶意促使条件成就等角度，原则上不应支持。

（五）大型企业是否会“约定”中小企业更多义务或更苛刻付款条件

按照《批复》，否定“背靠背”条款效力后，在满足其它支付条件情况下，大型企业应当及时支付合同款项。但如果大型企业确实需要分配第三方迟延付款的风险，在失去了“背靠背”条款这一工具后，是否会在合同中约定中小企业更多义务或更苛刻付款条件？如果司法实践中要将之一一击破，需要消耗多少司法资

源，能否起到良好的司法和社会效果？均有待观察。

（六）涉外交易是否会规避适用中国法及境内解决争议

在存在涉外因素的交易中，如果大型企业认为，“背靠背”条款是必备安排，则为巩固该等条款之效力，不排除会约定与中小企业间的合同适用外国法、在我国域外解决争议，可能导致增加交易成本、降低交易效率。

综上，《批复》的重大积极正面意义毋庸置疑，有助于解决司法实践中亟待处理的问题，但社会经济生活包罗万象，个案处理亦应综合考虑具体情况、妥善平衡各方权益，而解决社会信用风险问题还需合力施策、溯源治理，正所谓：

半亩方塘一鉴开，天光云影共徘徊。

问渠那得清如许，为有源头活水来。 ☞



傅长煜
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2085
fuchangyu@zhonglun.com



伊向明
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2087
yixiangming@zhonglun.com

新《公司法》对红筹架构搭建的影响

作者：陈原 丁红婷 吴迪



第一部分\

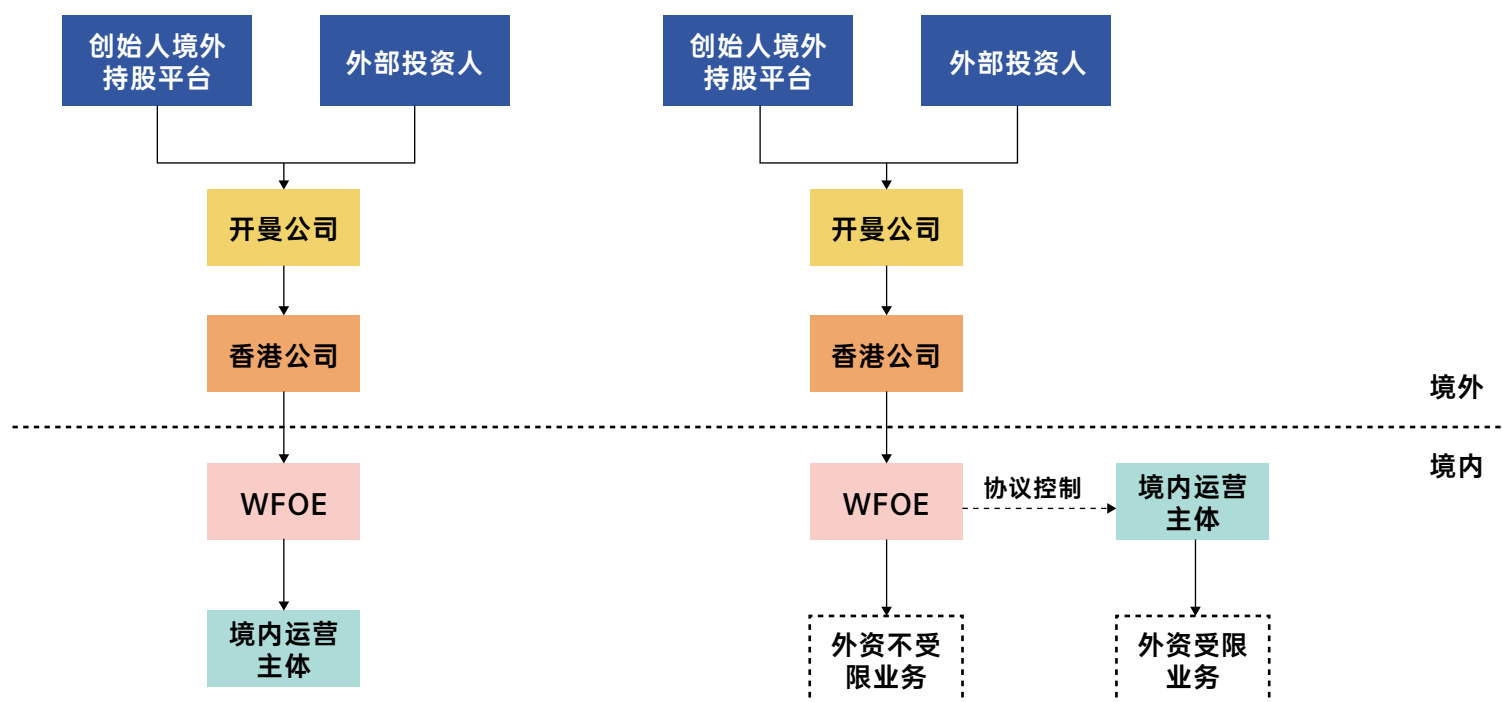
红筹架构的搭建

红筹架构是中国境内企业境外上市的主要模式之一，是指通过在境外设立控股公司，将中国境内企业的资产或者权益注入境外控股公司，并以境外控股公司的名义在境外融资或者上市的架构。红筹架构又分为直接股权控制模式

式和VIE控制模式。结合图示，搭建红筹架构的常规核心步骤包括：（1）创始人依法合规逐层设立境外持股平台、开曼公司、香港公司、外商独资企业（“WFOE”）；（2）外部投资人股东通过减资或转让方式退出境内运营主体，外翻至开曼公司层面持股；（3）香港公司或WFOE收购境内运营主体，或由WFOE通过协议控制境内运营主体。

模式一：直接股权控制模式

模式二：VIE控制模式



新《中华人民共和国公司法》（以下简称“新《公司法》”）已于2024年7月1日起正式实

施，新《公司法》的实施将对红筹架构搭建产生何种影响，本文将对该问题展开讨论并提出

实务建议。

第二部分\

新《公司法》对红筹架构搭建的影响

（一）影响一：关注新《公司法》的非同比例减资规定，防范违法减资的法律风险

如外部投资人通过定向减资方式退出境内运营主体，属于非同比例减资。

在新《公司法》实施前，2018年《公司法》仅规定了常规减资程序、并未对同比例减资和非同比例减资做出差异化要求。

尽管如此，在新《公司法》实施前，多数法院就支持非同比例减资应适用全体股东一致同意规则（如（2022）苏02民终4501号、（2022）苏1291民初1592号、（2020）湘0211民初3782号、（2019）京0108民初46577号、（2018）沪01民终11780号），认为2018年《公司法》第43条仅指公司减少注册资本本身而并未涵盖减资份额在各股东之间的分配，故该条法规应仅适用同比例减资；而有限责任公司非同比例减资会直接突破公司原先的股权分配情况，应经全体股东一致同意。

新《公司法》本次在第224条第3款明确将非同比例减资属于公司减资的例外情况在法律



层面予以明确，规定非同比例减资在满足以下三种情形之一的前提下方可进行：①法律另有规定；②有限责任公司全体股东一致同意不按比例减少注册资本；③股份有限公司章程明确允许非同比例减资并明确规定非同比例减资的表决机制。若境内运营主体未按照新《公司法》规定履行减资程序的，根据第226条规定，相关减资股东应当退还其收到的减资款。若该减资行为给境内运营主体造成损失的，除股东负有赔偿责任外，负有责任的董监高也应当承担赔偿责任。

新《公司法》	2018年《公司法》
第224条第3款 公司减少注册资本，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外。 第226条 违反本法规定减少注册资本的，股东应当退还其收到的资金，减免股东出资的应当恢复原状；给公司造成损失的，股东及负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。	无

因此，当境内运营主体为股份有限公司时，应注意修改公司章程，在章程里明确允许非同比例减资并规定非同比例减资的表决机制；当境内运营主体为有限责任公司时，应注意在股东会决议非同比例减资事宜时，需取得全体股东一致同意方可通过决议，否则不能形成有效决议。红筹方案涉及非同比例减资的，建议在红筹方案拟定后，由全体股东一致签署确定整体方案及搭建步骤的重组框架协议，明确全体股东已一致同意的重组步骤及配合出具对应决议的义务，以提高方案落地的确定性。

（二）影响二：境内运营主体保留股份有限公司形式的可能性

2018年《公司法》规定股份有限公司的股东至少为2人。受该规定限制，在新《公司

法》实施前，如境内运营主体为股份有限公司，WFOE无法全资收购境内运营主体使境内运营主体成为其全资子公司。为满足2018年《公司法》规定并推进红筹架构的搭建，目前市场案例一般选择先将境内运营主体自股份有限公司变更为有限责任公司后再推进全资收购程序，或者通过架构安排为境内运营主体设置两个或两个以上股东（如WFOE及其全资子公司）等的股权架构。

新《公司法》允许设立一人股份有限公司，因此在境内运营主体为股份有限公司的情况下，WFOE可直接全资收购境内运营主体，而无需再经将境内运营主体改制为有限责任公司等程序即可顺利完成WFOE对境内运营主体的全资收购。

新《公司法》

第92条

设立股份有限公司，应当有一人以上二百人以下为发起人，其中应当有半数以上的发起人在中华人民共和国境内有住所。

2018年《公司法》

第78条

设立股份有限公司，应当有二人以上二百人以下为发起人，其中须有半数以上的发起人在中国境内有住所。

当然，尽管新《公司法》为境内运营主体在红筹架构搭建过程中保留股份有限公司形式提供了可能性，但是境内运营主体公司性质的选择还是取决于公司的实际需求，公司可结合时间安排、资金情况、股权设置等实际需求自主选择是否保留境内运营主体的股份有限公司形式。

（三）影响三：结合新《公司法》、10号文及外商投资法规定，关注各主体出资责任

1、10号文与外商投资法、新《公司法》的衔接适用

在讨论红筹架构搭建过程中相关主体的出资责任前，首先需厘清10号文与外商投资法、新《公司法》之间的衔接适用。

（1）10号文与外商投资法的适用

《关于外国投资者并购境内企业的规定（2009修订）》（2009年6月22日生效，“**10号文**”）规定应经审批机关批准的事项包括但不

限于外国投资者并购境内企业设立外商投资企业（第6条）、关联并购（第11条）、外国投资者并购境内企业设立外商投资企业时因特殊情况需延长支付对价期限（第16条）、外国投资者以股权并购境内公司（第32条）等。2020年1月1日，《中华人民共和国外商投资法》（“**《外商投资法》**”）正式实施，在负面清单以外领域，确立了内外一致的管理原则。

《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》（2022年1月1日生效）第七条规定，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司并购与其有关联关系的境内公司，按照外商投资、境外投资、外汇管理等有关规定办理。《中华人民共和国外商投资法实施条例》（2020年1月1日生效，“**《外商投资法实施条例》**”）第49条第2款规定，2020年1月1日前制定的有关外商投资的规定与外商投资法和本条例不一致的，以外商投资法和本条例的规定为准。

根据商务部近期在其官网公众留言的答复¹，2020年《外商投资法》施行后，商务主管部门不再对外商投资企业设立及变更进行审批、备案，外国投资者或者外商投资企业应当通过企业登记系统以及企业信用信息公示系统向商务主管部门报送投资信息。外国投资者并购境内企业，应当符合10号文除审批程序条款外的其他要求，包括交易对价、支付期限、跨境换股等要求。

因此，**2020年《外商投资法》施行后，外国投资者并购境内企业，应当符合10号文除审批程序条款外的其他要求，包括交易对价、支付期限、跨境换股等要求，并按照《外商投资信息报告办法》要求履行信息报告义务，真实、准确、完整报送投资信息。**

(2) 新《公司法》与外商投资法的适用

《外商投资法》第31条规定，外商投资企业的组织形式、组织机构及其活动准则，适用《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国合伙企业法》等法律的规定。《外商投资法实施条例》仅对外商投资法施行前的外商投资企业作出过渡期规定。

由此，**理解外商投资法施行后设立的公司制外商投资企业应同时遵守《外商投资法》《公司法》的规定，其中《外商投资法》对于出资期限并无特别要求。**

(3) 10号文与新《公司法》的适用

新《公司法》规定有限责任公司的注册资本应自公司成立之日起5年内缴足，股东认缴有限责任公司的新增资本出资也应在5年内缴足新增的认缴注册资本，发起设立的股份有限公司从认缴制调整为实缴制。10号文第16条详细规定了外国投资者并购境内企业设立外商投资企业的交易对价支付期限及金额要求、外国投资者认购境内公司增资的出资期限及出资比例要求、外国投资者资产并购的交易支付对价的金额及期限要求²。

对于新《公司法》实施后10号文的适用问题，根据商务部于2024年4月16日在其官网公众留言的答复³，外国投资者并购境内企业的，均应当符合10号文中交易对价、支付期限等要求。

由此，**外国投资者并购境内企业的，应符合10号文及新《公司法》中出资期限的要求，以及10号文中交易对价、支付期限等要求。**

1.(1)答复时间2024年6月3日，<http://gzly.mofcom.gov.cn/info/detail?id=ff8080818fc-cfb40018fd476c99c1070&replyId=ff8080818fcfb40018fd476ca261071>；(2)答复时间2024年4月9日，<http://gzly.mofcom.gov.cn/info/detail?id=ff8080818e88bb86018ec0d3efa07be9&replyId=ff8080818e88bb86018ec0d3efb77bea>

2.10号文第16条：外国投资者并购境内企业设立外商投资企业，外国投资者应自外商投资企业营业执照颁发之日起3个月内向转让股权的股东，或出售资产的境内企业支付全部对价。对特殊情况需要延长者，经审批机关批准后，应自外商投资企业营业执照颁发之日起6个月内支付全部对价的60%以上，1年内付清全部对价，并按实际缴付的出资比例分配收益。

外国投资者认购境内公司增资，有限责任公司和以发起方式设立的境内股份有限公司的股东应当在公司申请外商投资企业营业执照时缴付不低于20%的新增注册资本，其余部分的出资时间应符合《公司法》、有关外商投资的法律和《公司登记管理条例》的规定。其他法律和行政法规另有规定的，从其规定。股份有限公司为增加注册资本发行新股时，股东认购新股，依照设立股份有限公司缴纳股款的有关规定执行。

外国投资者资产并购的，投资者应在拟设立的外商投资企业合同、章程中规定出资期限。设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产的，对与资产对价等额部分的出资，投资者应在本条第一款规定的对价支付期限内缴付；其余部分的出资应符合设立外商投资企业出资的相关规定。外国投资者并购境内企业设立外商投资企业，如果外国投资者出资比例低于企业注册资本25%，投资者以现金出资的，应自外商投资企业营业执照颁发之日起3个月内缴清；投资者以实物、工业产权等出资的，应自外商投资企业营业执照颁发之日起6个月内缴清。

3.答复时间2024年4月16日，<http://gzly.mofcom.gov.cn/info/detail?id=ff8080818e88bb86018ee0d2b27242b0&replyId=ff8080818e88bb86018ee0d2b29942b1>

2、红筹架构搭建过程中相关主体的出资责任

(1) 红筹架构搭建过程中如涉及新设境内公司，例如香港公司新增WFOE则根据新《公司法》规定，WFOE作为境内有限责任公司，应当按照公司章程规定，**自公司成立之日起五年内缴足注册资本。**

(2) 红筹架构搭建过程中如涉及外国投资者通过受让老股的方式成为境内企业股东的，根据10号文第16条第1款规定，**外国投资者应自外商投资企业营业执照颁发之日起3个月内向转让方支付全部对价。**考虑到2020年《外商投资法》施行后，商务部门无需对外商投资事项包括“因特殊情况需延长股转价款支付期限”事项进行审批，因此对于10号文第16条第1款规定的“经审批可延长股转价款支付期限”，实践中是否可以突破3个月的限制，甚至是6个月及1年的限制，尚无明确意见。

(3) 红筹架构搭建过程中如涉及外国投资者增资入股境内企业的，根据10号文第16条第2款和第4款规定，结合新《公司法》的有限责任公司五年限期认缴制和股份有限公司的实缴制规定，**境内企业如为发起设立的股份有限公司，则在外国投资者全额缴足股款后，方可办理注册资本变更登记；境内企业如为有限责任公司，外国投资者则应根据10号文的规定，**

在申请外商投资企业营业执照时缴付不低于20%的新增注册资本，在外商投资企业营业执照颁发之日起3个月内缴清全部新增注册资本。

第三部分\

小结

随着新《公司法》的实施，建议存在境外红筹上市需求的企业尽早规划好红筹搭建路径，在红筹架构搭建过程中应结合自身情况及实际需求敲定境内运营主体的公司形式、选择合适的搭建路径并关注相关主体的出资责任、按公司法落实表决程序等，从而顺利完成红筹架构的搭建。



陈原
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3578
chenyuan@zhonglun.com



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。